

Universidad del CEMA

Maestría en Finanzas

Proyecto:

*“Creación de un fondo de inversión en
“Real Estate Assets” (activos
inmobiliarios) en Argentina”*

Autores:

*Daniela Eskelson
Germán Villa*

Comentario Introductorio:

Proyecto “greenfield”. Creación fideicomiso inmobiliario. Actividad: Compra a descuento de viviendas, posterior venta a precios de mercado. Inversión inicial 7 millones de dólares - año 0, y 7 millones repartidos en años 1 y 2.

Método empleado: APV. Horizonte de proyección: 15 años. Planteo de tres escenarios macroeconómicos. Caso Base “Modelo Exitoso”, Premisas: Crecimiento PBI 3,6% anual promedio, Tipo cambio nominal aumenta hasta 3,97\$/U\$, IPC en U\$ crece un 2,5% anual promedio, IPM en U\$ crece un 1,8% anual promedio. Tasa BODEN aumenta en un principio para disminuir hasta un 7% en el año 15. Con estas premisas, el valor del metro cuadrado en dólares crece un 0,8% promedio anual. Se evaluó sensibilidad a otras variables no “macro” ponderadas por probabilidad.

Proyecto arroja Valor Actual Neto positivo proveniente del escudo fiscal. La tasa exigida al proyecto, muy alta comparada con rendimiento/riesgo. Expectativas macroeconómicas no indican suficiente aumento del precio por metro cuadrado (en dólares). No se recomienda invertir en el proyecto. Factores que cambiarían la recomendación: Giro en perspectivas macroeconómicas llevando a disminución del tipo de cambio real (Pesos / Dólar). Desarrollar proyecto desde empresa en marcha aprovechando débitos fiscales y nombre reconocido.

Fuentes de Información:

<i>Datos</i>	<i>Fuente</i>
Información sobre el sector inmobiliario Argentino	<i>“Fundación Inmobiliaria de la Republica Argentina (FIRA)”, diarios: “La Nación”, “La Razón”</i>
Descuento sobre el precio por la compra en remates	<i>“Mercado”, se analizaron 200 casos del año 2003, articulo diario “La Nación”</i>
Información sobre ley de remates	<i>Boletín Oficial, “Ley 25798”</i>
Estadísticas sobre otros datos del mercado inmobiliario argentino (precio por metro cuadrado en dólares, escrituras, cancelaciones, metros cuadrados por unidad (casa y departamento), etc.)	<i>“Cámara Inmobiliaria Argentina (CIA)”, “Registro de la Propiedad Inmueble de la Capital Federal”, “Encuestas Inmobiliarias del Centro de Estudios Avanzados – Instituto de Economía – UADE”, “Económico Hipotecario – Publicaciones del Banco Hipotecario”</i>
Estadísticas sobre datos macroeconómicos de la Argentina (PBI, IPC, tipo de cambio, tasa de interés, etc.)	<i>“INDEC”, “BCRA”, “DataFIEL”</i>
Estadísticas sobre datos macroeconómicos de los EE.UU. (PPI, etc.)	<i>“BLS”</i>
Determinación de la Tasa de descuento	<i>“The Cost Of Equity in Latin America – Credit Swiss First Boston”</i>
Beta de fondos fiduciarios comparables del mercado inmobiliario de Estados Unidos, “Debt to Equito” de las empresas comparables de Estados Unidos, desviación estándar del mercado de Estados Unidos y de la Argentina	<i>“Multex Investor de Reuters”, S&P500”, “Merval”</i>
Información sobre fideicomisos de “real estate” en el mercado Norteamericano	<i>“www.nareit.com”</i>
Información sobre ley de fondos fiduciarios	<i>Boletín Oficial, “Ley 24441”</i>

Índice:

TÍTULO I ANÁLISIS DEL NEGOCIO.....1

DESCRIPCIÓN DEL PROYECTO Y JUSTIFICACIÓN DEL NEGOCIO.....	1
ESTUDIO DEL SECTOR.....	4
EL MERCADO INMOBILIARIO LOCAL.....	4
PARTICIPANTES.....	7
CADENA DE VALOR.....	7
SUSTITUTOS.....	8
SENSIBILIDAD DE LA DEMANDA FINAL AL INGRESO Y AL PRECIO.....	10
CAMBIOS TECNOLÓGICOS.....	10
BARRERAS DE ENTRADA AL SECTOR.....	10
BARRERAS DE SALIDA DEL SECTOR.....	11
FORTALEZAS, OPORTUNIDADES, DEBILIDADES Y AMENAZAS DEL PROYECTO.....	11
FORTALEZAS.....	11
DEBILIDADES.....	11
OPORTUNIDADES.....	11
AMENAZAS.....	11
DETALLE DE LAS INVERSIONES.....	13

TÍTULO II PROYECCIÓN Y EVALUACIÓN.....13

IDENTIFICACIÓN DE VARIABLES CLAVE.....	13
PROYECCIONES.....	18
ESCENARIO BASE.....	18
ESCENARIO OPTIMISTA.....	19
ESCENARIO PESIMISTA.....	20
RESUMEN.....	21
IDENTIFICACIÓN DE OPCIONES REALES.....	22

TITULO III INFORME FINAL.....22

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD Y RIESGO.....	22
DETERMINACIÓN DEL “LEVERAGE” FINANCIERO TEÓRICO Y FINANCIAMIENTO.....	26
DETERMINACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL.....	27
RENTA PERMANENTE O VALOR FINAL.....	28
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	28

ANEXOS

Ilustraciones:

ILUSTRACIÓN 1: SERIE HISTÓRICA DEL PRECIO PROMEDIO POR METRO CUADRADO EN DÓLARES. ZONA NORTE.....2

ILUSTRACIÓN 2: SERIE HISTÓRICA DE ESCRITURAS, HIPOTECAS Y CANCELACIONES DE HIPOTECAS. CAPITAL FEDERAL.....4

ILUSTRACIÓN 3: CADENA DE VALOR.....8

ILUSTRACIÓN 4: COMPARACIÓN DE LOS PRECIOS POR METRO CUADRADO EN DÓLARES VIVIENDAS NUEVAS Y USADAS. ZONA NORTE.....9

ILUSTRACIÓN 5: DETALLE DE LAS INVERSIONES.....13

ILUSTRACIÓN 6: SENSIBILIDAD DE LA RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS DEL PROYECTO A CADA VARIABLE INPUT. ORDENADAS DE LA DE MAYOR IMPACTO A LA DE MENOR IMPACTO.....17

ILUSTRACIÓN 7: ANÁLISIS DE VARIACIONES EN LOS DÍAS DE GIRO BIENES DE CAMBIO Y EL PORCENTAJE DE VENTA “CASH” BAJO EL ESCENARIO DEL CASO BASE: “MODELO EXITOSO”.....19

ILUSTRACIÓN 8: ANÁLISIS DE VARIACIONES EN LOS DÍAS DE GIRO BIENES DE CAMBIO Y EL PORCENTAJE DE VENTA “CASH” BAJO EL ESCENARIO DEL CASO OPTIMISTA: “APRECIACIÓN TCR”.....20

ILUSTRACIÓN 9: ANÁLISIS DE VARIACIONES EN LOS DÍAS DE GIRO BIENES DE CAMBIO Y DE PORCENTAJE DE VENTA “CASH” BAJO EL ESCENARIO DEL CASO PESIMISTA: “TURBULENCIAS CAMBIARIAS”.21

ILUSTRACIÓN 10: VALOR ESPERADO DEL PROYECTO.....21

ILUSTRACIÓN 11: VARIACIÓN EN EL VAN DEL PROYECTO ANTE CAMBIOS EN LOS DÍAS DE GIRO BIENES DE CAMBIO (GRÁFICO).....23

ILUSTRACIÓN 12: VAN ESPERADO ANTE VARIACIONES EN LOS DÍAS DE GIRO BIENES DE CAMBIO BAJO LOS TRES ESCENARIOS MACROECONÓMICOS (TABLA).....23

ILUSTRACIÓN 13: VARIACIÓN EN EL VAN DEL PROYECTO ANTE CAMBIOS EN EL PORCENTAJE DE VENTA “CASH” (GRÁFICO).....24

ILUSTRACIÓN 14: VAN ESPERADO ANTE VARIACIONES EN EL PORCENTAJE DE VENTA “CASH” BAJO LOS TRES ESCENARIOS MACROECONÓMICOS (TABLA).....24

ILUSTRACIÓN 15: VARIACIÓN EN EL VAN DEL PROYECTO ANTE CAMBIOS EN EL DESCUENTO POR REMATE. VALORES DEL AÑO INICIAL (GRÁFICO).....25

ILUSTRACIÓN 16: VARIACIÓN DEL VAN DEL PROYECTO ANTE CAMBIOS EN LA TASA DE DESCUENTO (GRÁFICO).....26

TÍTULO I Análisis del Negocio

Descripción del Proyecto y Justificación del Negocio

El presente trabajo analiza la viabilidad económico- financiera de la creación de un fondo de inversión inmobiliario en la Argentina. La actividad de este fondo consistirá en la compra de activos inmobiliarios a descuento, principalmente en remates, y la posterior venta a valor de mercado. El segmento primario en el que se invertirá es el de viviendas de familia de renta medio- alta. Se considerarán casas y departamentos de una superficie promedio de 150 metros cuadrados¹.

Dicho segmento posee crecientes necesidades habitacionales. Se diferenciará el servicio del resto de la oferta, debido a la alta calidad de los inmuebles ofrecidos, algunos de los cuales se refaccionarán, para mejorar la calidad.

La mayor parte de las compras se hará en Capital Federal y Gran Buenos Aires, en los barrios de renta alta y medio- alta y un porcentaje menor en otras ciudades importantes del interior del país.

Las oficinas de la Administradora del Fondo se ubicarán en un barrio residencial de Capital Federal. Se estima que la inversión inicial será de 7,2 millones de Dólares para comenzar las adquisiciones.

Existe una deficiencia en el volumen de inversiones inmobiliarias, debido a la crisis y la incertidumbre. Esto sumado a la oferta causada por la búsqueda de liquidez frente a la crisis, ha desplomado los precios, a 470 Dólares por metro cuadrado, uno de los niveles más bajos que se registran históricamente (Ilustración 1). En la ilustración se pueden observar los precios por metro cuadrado (expresados en dólares) en los diferentes momentos de la economía de los últimos 30 años. Durante el fin de la década de los '70 y principios del '80 el peso se fue apreciando frente al dólar, lo que se evidencia en un aumento del precio por metro cuadrado en dólares. La devaluación sufrida en el período de la guerra de Malvinas, desploma los precios a su mínimo histórico. Estos bajos precios por metro cuadrado en dólares, con un leve recupero, se mantienen de forma estable durante el resto de los '80, acompañando a un tipo de cambio real alto y estable. La hiperinflación de fines de los '80 no tuvo efecto en los precios por metro cuadrado debido a que las variables inflación y tipo de cambio se desplazaban juntas, variando muy poco el tipo de cambio real. Con la apreciación del Peso en de la década del '90 y la entrada a la convertibilidad se nota un aumento del precio por metro cuadrado en dólares, coincidente con un tipo de cambio real bajo. La devaluación de principios del 2002, al no ser seguida de una

¹ Cómo se llega a estos datos será explicado más adelante, en el análisis de las variables claves del proyecto.

hiperinflación, vuelve a elevar el tipo de cambio real, desplomando consecuentemente el precio por metro cuadrado en dólares.

Si los prospectos de la economía se cumplen y se comienza a apreciar, en términos reales, el Peso frente al Dólar, en un horizonte cercano, se recuperará el valor promedio histórico de las propiedades, de aproximadamente 700 Dólares por metro cuadrado, generando una excelente rentabilidad por tenencia de las propiedades, sumada al descuento conseguido por la metodología de compra.

Precio en US\$ por m2

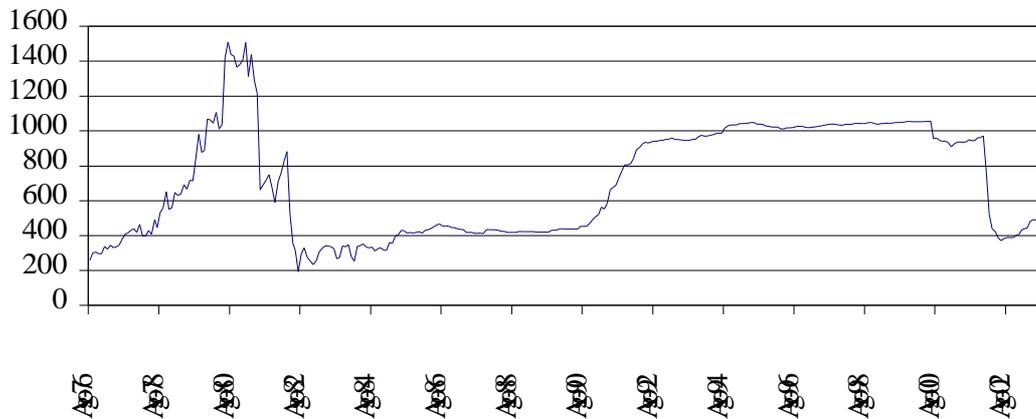


Ilustración 1: Serie Histórica del precio promedio por metro cuadrado en Dólares. Zona Norte

El mercado inmobiliario argentino es un mercado muy fraccionado. Los precios se definen por la demanda y la oferta de forma transparente. Hay algunos jugadores importantes, pero ninguno de ellos trabaja como “broker” ni posee una participación significativa de las transacciones. El segmento de la adquisición de activos inmobiliarios en remate no está aprovechado sistemáticamente. El fondo tendrá la liquidez y el personal con las habilidades necesarias para hacerlo.

La competencia existente en el país es de un número importante de jugadores de muy baja escala individual. Se conocen importantes transacciones realizadas por inversores extranjeros, motivadas estas, en parte, por los bajos rendimientos de las tasas internacionales. El principal objetivo del fondo será canalizar los fondos de estos inversores mediante una atractiva relación riesgo-rendimiento, y el respaldo del fondo fiduciario de los activos inmobiliarios, para el que se intentará obtener grado de inversión.

Se estima que, los inversores de este fondo obtendrán en promedio un rendimiento del 8% en dólares. El fondo se estructurará como un fideicomiso, contra el que se emitirán tres papeles con distintos niveles de riesgo-retorno. Dos de ellos serán “certificados de deuda”, que ofician tributariamente como pasivo del fideicomiso. El tercer papel

serán los “certificados de participación”, es decir los papeles de mayor riesgo, que en un fideicomiso cumplen el rol del Patrimonio Neto. El riesgo de “default” es muy bajo, y el valor de cada papel está respaldado por los activos inmobiliarios del fideicomiso, que en el evento de la proximidad de un “default” pueden ser liquidados, a descuento, sin ocasionar pérdidas para los tenedores de los bonos “senior”. Este mecanismo puede utilizarse hasta la liquidación total del fideicomiso, sin necesidad de pasar por juicios de quiebra, lo que hace sumamente atractiva la inversión. En régimen el fondo contará con activos por 15 millones de Dólares. Esta inversión provendrá mayoritariamente del extranjero, donde se colocarán los certificados de deuda, y en una menor proporción, de capitales locales, donde se colocarán los certificados de participación. Se estima que estas proyecciones son factibles dado que la relación riesgo/beneficio será mejor que las de inversiones alternativas.

En la siguiente ilustración se puede ver que los bancos actualmente no dan créditos hipotecarios. Están reapareciendo líneas nuevas que se dirigen a un grupo de clientes muy restringido por el grado de exigencias de garantía que tienen. Se estima, que luego de la crisis, transcurrirán 5 años hasta reestablecer estas líneas de largo plazo de manera que sea accesible a un gran público. Esto juega a favor del proyecto, en el que se prevé financiar un porcentaje de las ventas a tres años, otorgando créditos con garantía hipotecaria. Esta porción de las ventas, se podrá vender por sobre el precio de mercado, y a su vez producirá un ingreso por los intereses de la financiación. En definitiva, si bien el proyecto prevé la financiación de sus ventas, no entra en competencia con los bancos. Se estima que en el quinto año de proyecto los bancos volverán a otorgar créditos, en consecuencia, se proyecta que se sufrirá una reducción tanto de la tasa a la que se financiarán las ventas como también del sobre-precio de las unidades financiadas².

Como medida defensiva, en el evento de no lograr vender las unidades a precios razonables, se prevé alquilar las mismas.

Existe un número no determinado de compras/ventas o transferencias de titularidad dominial en el mercado. Muchas de estas se hacen en negro o con boletos de compra/venta no declarados en los registros de la propiedad. Un estimador de la cantidad de viviendas que se compran en el mercado, es la cantidad de escrituras inscriptas en los registros. Este número, que es sólo un porcentaje del total de transacciones, está actualmente en un nivel por debajo de la media de transacciones de los años ‘90³, lo que indica que hay esperanza de una recuperación del volumen de transacciones.

² Ver Título II – Variables Claves.

³ Se observa que en Febrero y Marzo de 2002 existe un pico de transacciones de compra/venta. Esto se dio a causa de que comprando propiedades se podían desafectar plazos fijos del corralón, lo que disparó la variable. La mayoría de las transacciones no fueron naturales del mercado sino fingidas para “saltar el corralón”. No existió mercado (precio compra = precio venta). El nivel actual de 7200 transacciones por mes, se encuentra debajo de la media de 8200.

Escrituras, Hipotecas y Cancelaciones

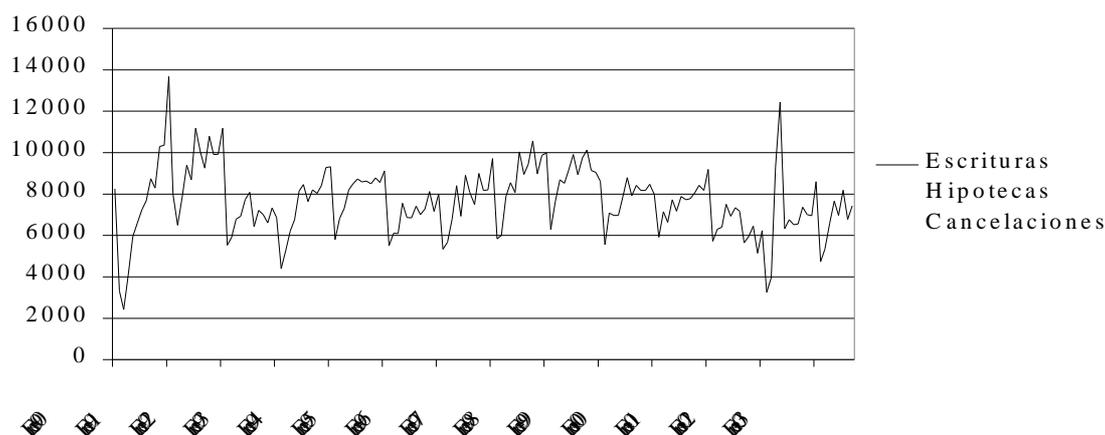


Ilustración 2: Serie histórica de escrituras, hipotecas y cancelaciones de hipotecas. Capital Federal

El proyecto prevé la compra y posterior venta de unas 150 viviendas por año, principalmente en Capital Federal y Gran Buenos Aires. Se estima que el volumen que manejará el fondo es menor al 0,2% del total de la demanda de vivienda, aún medido sobre los niveles de menor demanda de los últimos 13 años. Esto define que el fondo no será “market maker”, sino tomador de precio. Por otro lado, el bajo volumen, respecto al total de mercado, garantiza que la oferta del fondo será absorbida por el mercado, que el accionar del mismo no generará distorsiones, y que existe mucho espacio para la competencia sin alterar las condiciones iniciales del proyecto.

El Fondo será administrado por un grupo reducido de empleados. Un equipo de Tasadores y Agentes se ocupará de la elección y compra de las propiedades a descuento. Un equipo de Auxiliares será responsable de la posterior venta. Las propiedades fuera de Capital y Gran Buenos Aires se venderán a través de inmobiliarias y las de Capital Federal y Gran Buenos Aires con personal propio. Un Jefe de Mesa de Dinero gestionará la administración de activos y pasivos así como la liquidez del fondo y un Responsable de Relaciones Institucionales se encargará del contacto con los inversores. El equipo también estará integrado por un Gerente, un Tesorero y un Contador.

Estudio del Sector

El Mercado Inmobiliario Local

El mercado inmobiliario es uno de los sectores más ligados a la situación macroeconómica y al mismo tiempo depende fuertemente de las expectativas macroeconómicas, ligadas a variables como la liquidez, el tipo de cambio y la inflación.

En épocas de certidumbre financiera y crecimiento económico, el mercado da pasos firmes: las propiedades se ofrecen más para la venta (operación agresiva) y menos para alquilar (operación defensiva). Prima la determinación, la acción sobre la cautela. La demanda está lubricada por el crédito: los bancos lo ofrecen; la gente posee ingresos suficientes y toma deuda. Así funcionó el mercado inmobiliario en la Argentina en gran parte de los años 90 hasta 1999.

En tiempos de turbulencia y de recesión, el mercado inmobiliario da un paso al costado: se retira la venta y en el mejor de los casos se corre hasta el alquiler. Queda sólo la punta vendedora necesitada, la que no tiene más remedio que liquidar por debajo de los precios de mercado. Prima el “wait and see”. El crédito se estanca: los bancos siguen ofreciendo pero más caro y se retraen los tomadores. Al mismo tiempo se vive una retracción de la demanda ligada principalmente a la incertidumbre respecto de los ingresos, de la estabilidad laboral y de los precios. Esto fue la realidad del mercado inmobiliario desde 1999 hasta mediados del 2001.

Pero en las violentas crisis financieras el mercado se vacía: se retiran vendedores y compradores, locatarios y locadores. El crédito desaparece, los bancos directamente no prestan (al revés, presionan para cancelar líneas). Esta parálisis golpeó al mercado inmobiliario entre mediados del 2001 y la primera parte de 2002 con mayor virulencia en el cuarto trimestre del 2001 y el primero del 2002 por la secuencia fuga de capitales (corralito – corralón, devaluación y pesificación). Esta secuencia con violaciones al derecho de propiedad incluido es más que recesión y crisis financieras.

Desde fines del 2002, el mercado inmobiliario empezó a salir de la parálisis, pero sigue desequilibrado. Aparecieron compradores que buscan oportunidades pagando con “dólares del colchón”. Pero hay escasos vendedores. Tienen miedo de vender mal. Vuelve a haber oferta de alquileres, pero hay reticencia por parte de los propietarios ante la falta de seguridad jurídica y legal para los contratos. El crédito hipotecario no aparece y tardará en volver. La Federación Inmobiliaria de la Republica Argentina, ante la falta de crédito está creando a través de sus instituciones la figura del Fideicomiso para lograr la financiación y el crédito para la vivienda. Dicha iniciativa se presenta como fuente alternativa de financiación para compradores en momentos en que la economía empieza a mostrar un proceso de reactivación.

Actualmente el mercado interno se caracteriza por un entorno favorable para el sector inmobiliario. Para el Año 2004 se espera un crecimiento de la economía del 4,5%, la pauta inflacionaria es del 4%, el tipo de cambio nominal estable y el acuerdo sobre la reestructuración de la deuda está avanzando.

El nivel de precios en las propiedades es uno de los más bajos de los últimos veinte años, con tendencia a ir subiendo de a poco y sin abarcar toda la oferta.

Los precios en dólares están un 50% por debajo del nivel de diciembre del 2001⁴ y en este proceso los inmuebles urbanos cayeron un 60%. Aún hay inmuebles que permanecen en los valores que tenían en la época del uno a uno con el dólar pero ahora se expresan en pesos, sobre todo en las zonas menos favorecidas.

Según sondeos de la Federación Inmobiliaria de la Republica Argentina, una parte de la gente destinará su dinero a una inversión inmobiliaria por el simple hecho de que no existen mejores opciones de inversión. Los que dejan efectivo en los bancos no lo hacen porque les tengan confianza, sino porque mantienen un capital de giro que necesitan para su trabajo. Aquel que tiene un capital en concepto de ahorro, va a tratar de preservarlo bajo una mayor seguridad que hoy los bancos no ofrecen, hasta tanto se finalice la reforma del sector financiero, por lo tanto la inversión inmobiliaria que ofrece precios muy convenientes es una opción muy importante para salvaguardar los ahorros, con una rentabilidad aceptable a mediano plazo.

Estamos en una buena época para invertir, dado que los precios han caído considerablemente, pero también es una buena época para vender, ya que las operaciones se hacen en su mayoría de contado efectivo, posibilitando la rápida reinversión del dinero, ya sea con la compra de otro inmueble mejor, pagando una pequeña diferencia, cancelación inmediata de deudas de contado logrando quitas por pago contado, etc. Otro punto importante a tener en cuenta, el cual cobra día a día más relevancia, son las usurpaciones y saqueos de propiedades, donde muchos propietarios optan por vender o alquilar a precios inferiores a los de mercado con tal de que su inmueble no esté vacío y con el riesgo de ser destruido. Esta situación permite adquirir inmuebles a un descuento importante sobre el valor de mercado.

Otra manera de conseguir inmuebles a un descuento importante sobre el valor de mercado es adquirirlos en remate. La ley de suspensión de remates⁵, se aplica sólo sobre los remates de viviendas únicas y familiares, por deudas hipotecarias, que entraron en mora a partir del año 2001, hasta Noviembre 2003 y cuyos montos al origen sean menores a 100.000 Dólares. Existen muchas otras razones por las que se realizan remates, no solamente por préstamos hipotecarios impagos, queda un importante stock de causas judiciales que entraron en mora previo a enero 2001, y el monto al origen menor a \$100.000 sugiere propiedades debajo del “target” del proyecto. Se estima que por estas razones, la llamada “ley de suspensión de remates” no erosionará la oferta de remates de la que se nutre el proyecto, lo que queda evidenciado en el número de edictos que se ven, a diario, publicados en los periódicos. Aún de ser refinanciados todos los créditos que la ley abarca, quedará volumen de remates suficiente para obtener las 150 propiedades anuales, objetivo de este proyecto.

⁴ Ver Ilustración 1

⁵ Ley 25.798 sancionada al 1 de Noviembre de 2003 y aún no reglamentada

Según un análisis de 200 remates, realizados en el año 2003, se observa un descuento promedio del 30% sobre el valor de mercado.

Participantes

El mercado inmobiliario es un mercado fraccionado. Hay muchos vendedores y muchos compradores independientes. Se ofrecen inmuebles usados e inmuebles nuevos que están a la venta o para el alquiler. No hay una entidad que pueda influenciar el precio de compra o de venta de manera significativa y durable por su poder de negociación. Los precios se forman de manera competitiva. Ninguno de los jugadores tiene poder de negociación sobre sus proveedores o clientes. El fondo tampoco lo tendrá. En consecuencia, El fondo será tomador de precios. No se estima que se obtenga un “marketshare” significativo, ya que se comprarán 150 viviendas por año, de un total de 86.000. Por el contrario, el fondo busca ser un jugador más en el mercado, para no pujar los precios de compra al alza.

Existen algunos fondos inmobiliarios para la construcción y agrícolas. La mayoría de los mismos son de participación cerrada. En el segmento agrícola se operan algunos fondos con oferta pública.

Si bien hay grandes jugadores en el sector inmobiliario como por ejemplo IRSA y Consultatio, que poseen fondos inmobiliarios, los mismos no están abiertos al público. Ambas empresas trabajan sobre segmentos bien definidos y de alta calidad. En la mayoría de los casos se ocupan mayoritariamente de nuevos proyectos, basados en la compra de importantes lotes para el desarrollo constructivo e inmobiliario de “countries” y nuevas viviendas. Estos son destinados a compradores con altos ingresos. La compra a descuento y posterior venta se trata de un segmento de mercado que no está dentro de la línea de negocios que los mencionados “players” persiguen.

No existe historia, ni información sobre “players” formales que operen en este segmento, por lo tanto, no se puede analizar la rentabilidad del sector y de los competidores.

Cadena de Valor

Negocio de la reventa de propiedades usadas:

El insumo son las propiedades usadas. El precio de las mismas viene dado por el valor del metro cuadrado y la superficie en metros cuadrados. Este sería el costo del insumo.

En el caso del proyecto, la vivienda se compra con un descuento del 30% respecto a su precio de mercado, gracias a la metodología de compra.

Cada compra realizada, puede hacerse a través de una inmobiliaria y escribano, o de un martillero, en los casos de remates. Si la compra fue

hecha a través de una inmobiliaria, se abona a la misma un 1,5% y para la escrituración un 3% al escribano, ambos sobre el precio declarado de la venta. En remates, sobre el precio ofertado, se abona un 5% de comisión del martillero.

Por cada mes que la propiedad se encuentra como bien de cambio, se incurren en 136 Dólares de impuestos, expensas y servicios.

La venta puede realizarse a través de inmobiliarias, que se llevan un 1,5% del precio de venta, o a través de venta hecha directamente por la empresa, en cuyo caso se incurre en los costos de publicidad de 400 Dólares por vivienda vendida

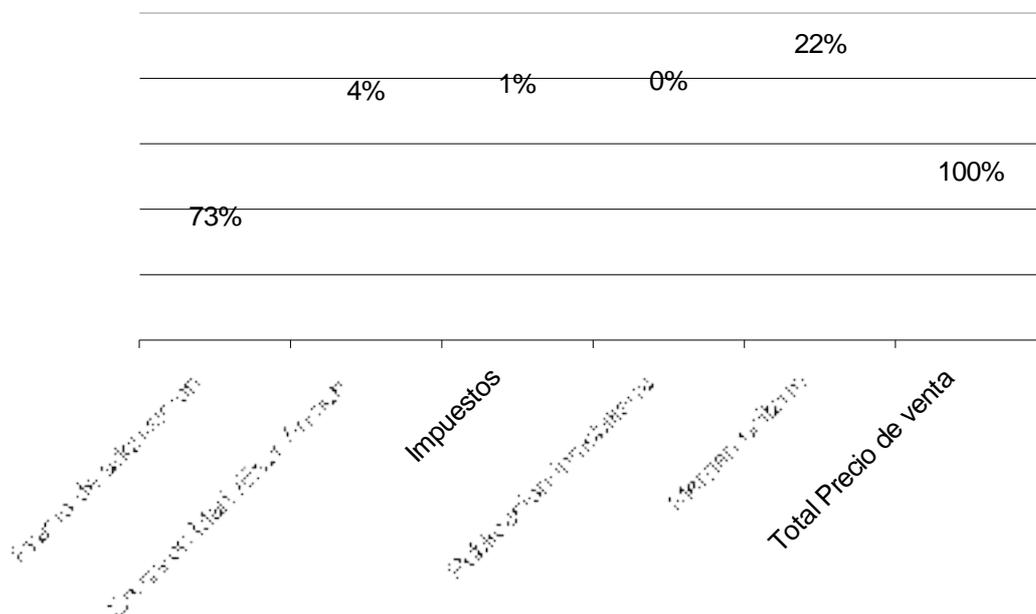


Ilustración 3: Cadena de Valor

Al ser un análisis unitario, la totalidad del margen queda para el emprendimiento. El porcentaje de mercado que cada participante adquiere es despreciable, por lo que podemos suponer que el excedente correspondiente a la reventa se reparte en partes iguales entre cada uno.

Sustitutos

En lo que se refiere a la sustitución del producto, se puede alquilar un inmueble en vez de comprarlo. El proyecto prevé una participación principalmente en el segmento de la venta, pero también en el del alquiler.

Otra forma de sustitución proviene de la nueva oferta. Como principales “players”, se encuentran los mencionados, en los segmentos de renta alta, y el gobierno (provincial o nacional) en el segmento de renta baja.

En los períodos de bajos precios por metro cuadrado en dólares, como el presente, no se evidencia históricamente una alta inversión en construcción de viviendas nuevas. En la medida en que el precio de las viviendas aumenta, los mayores márgenes hacen atractivo el ingreso a desarrolladores. Esto va en relación a la “Q de Tobin” del negocio de la construcción y se evidencia empíricamente en la cantidad de obras de viviendas nuevas que se realizaron en los '90 versus las obras de los '80, que aún con costos de la construcción bajos (en términos reales), fueron mucho menores en cantidad y calidad.

Como conclusión de lo expuesto, se puede afirmar que el ingreso de empresas constructoras que aumenten la oferta de nuevas unidades, no va en detrimento del precio de las unidades usadas. En la siguiente ilustración se puede observar el fenómeno, evidenciado en que el precio por metro cuadrado de las viviendas nuevas y las usadas son similares a lo largo de toda la serie histórica, excepto en un pequeño período, durante fines de los '70 y principios de los '80 donde las viviendas usadas evidencian mayor precio que las nuevas. Esto se debió a la falta de nuevas unidades (el plazo de construcción no es instantáneo) en un momento de súbito aumento de la demanda. La oferta de nuevas unidades vuelve a satisfacer la demanda luego de la devaluación dada en la guerra de Malvinas

Precio promedio por Metro Cuadrado de Viviendas

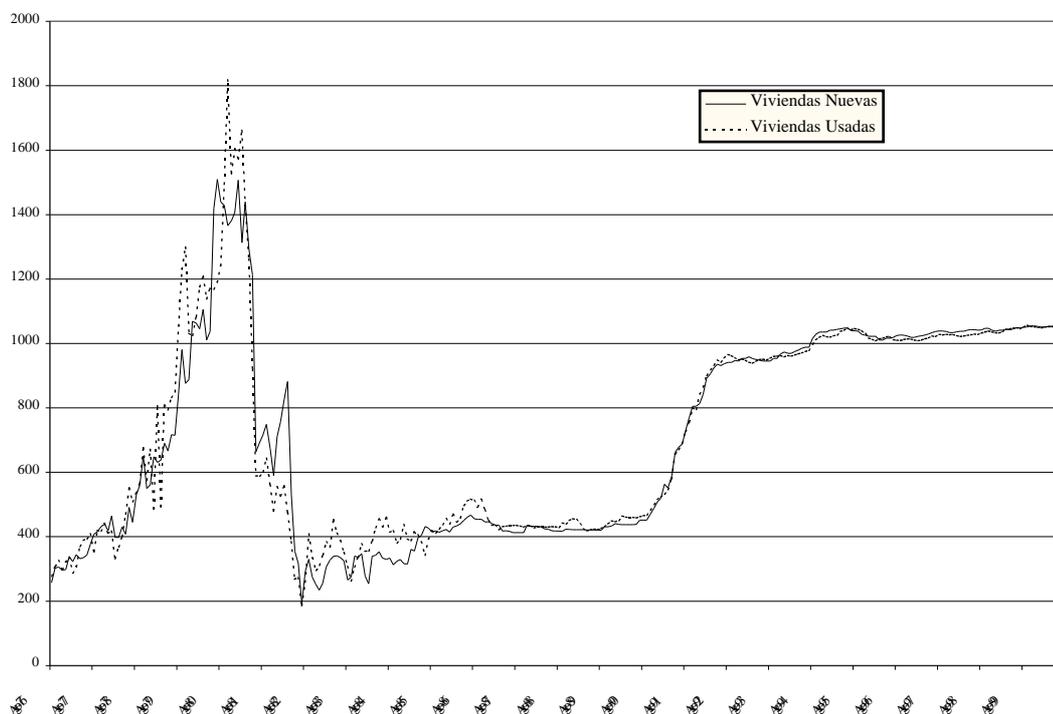


Ilustración 4: Comparación de los precios por metro cuadrado en dólares viviendas nuevas y usadas. Zona Norte

Para los segmentos de renta media existen muchas empresas constructoras, la mayoría de muy pequeña escala y a las que la crisis dejó

casi fuera de juego por el momento. El proyecto prevé, a futuro, en la medida que los márgenes crezcan, ingresar en el negocio del desarrollo constructivo.

Sensibilidad de la demanda final al ingreso y al precio.

La demanda no es muy sensible al ingreso, debido al elevado precio de cada unidad comparado con el salario promedio y la ausencia del crédito hipotecario. Respecto al precio, se registra una mayor sensibilidad, sin embargo, pequeñas variaciones en el precio, no alteran sensiblemente la demanda.

La demanda es mucho más sensible al acceso al crédito para financiar las compras.

Cambios Tecnológicos

El sector no está sometido a cambios en la tecnología que puedan ser introducidos con gran velocidad. La compra y venta de activos inmobiliarios no precisa de una tecnología sofisticada y el manejo de este tipo de fondo tampoco.

Barreras de Entrada al Sector

Las barreras de entrada al negocio de la compra de bienes inmobiliarios a descuento y posterior venta son: el volumen de la inversión, la liquidez y la movilidad.

Para llegar a un punto de régimen, se requieren tres años de operación. Durante esos tres años, el capital invertido estará inmovilizado. Por otro lado, el punto de equilibrio de la inversión es alto. Uno de los factores clave del negocio es la “habilidad” para levantar fondos de inversores que no requieran el repago inmediato y a los que les atraiga el proyecto.

Para realizar una compra en remate, se paga en el momento de la compra una seña en efectivo o cheque y el saldo a 30 días. Localmente, por causa de la crisis, es difícil proveerse de los importantes montos de liquidez que se necesitan para poder realizar compras a gran escala. Muchas entidades económicas todavía tienen pendiente una reestructuración de su deuda.

Para comprar una vivienda en un remate, en general se tiene que participar en varios remates antes de poder adquirir una adecuada. No hay, necesariamente, cercanía geográfica entre los remates. Esto reduce la posibilidad de que posibles compradores, no organizados, participen sistemáticamente en remates. El proyecto pretende sobreponerse a esta barrera de entrada mediante una especialización y armado de bases de los valores obtenidos en los diferentes remates a los que se presentará. En segundo lugar se generarán “pactos de buena fe” con martilleros, para

obtener información acerca de los remates y evaluar “a priori” la conveniencia o no de asistir. Por último, se dedicará la mayor parte de la dotación a asistir a los remates. Esto generará una ventaja frente al resto de los oferentes que son ocasionales o informales.

En resumen, si se cuenta con el dinero necesario, las barreras de ingreso son bajas.

Barreras de Salida del Sector

Las barreras a la salida del sector, en lo que se refiere a la explotación a gran escala, son considerables en la medida de que la liquidación de todos los activos inmobiliarios en el mismo momento puede ocasionar quitas considerables sobre el precio de venta y de esta manera puede generar pérdidas importantes.

Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas del Proyecto

<u>Fortalezas</u>	<u>Debilidades</u>
<ul style="list-style-type: none"> • Experiencia en el mercado inmobiliario del gerente de la empresa. • Experiencia y contactos del Responsable de Relaciones Institucionales en el mercado de inversores. • Buena capacitación de los empleados, evidenciada en el monto que el proyecto destinará a este fin 	<ul style="list-style-type: none"> • No se cuenta con el respaldo de una empresa con renombre para facilitar la atracción de inversores. • En el comienzo no existe una gran base de datos como para entender si los precios a los que se comprarán las viviendas son menores a los de mercado. • En el comienzo no se poseerá la agilidad necesaria para lograr éxito en este mercado.
<u>Oportunidades</u>	<u>Amenazas</u>

- | | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Alza económica y esperanza favorable a la recuperación por parte del pueblo Argentino. • Valores de propiedad en uno de sus puntos más bajos debido a la profunda crisis que atraviesa la Argentina. • Posibilidad de adquirir inmuebles a descuentos interesantes y venderlos al precio de mercado. • Desconfianza de los inversores en los bancos. • Disponibilidad, por parte de los inversores, para invertir en fondos inmobiliarios como alternativa para salvaguardar los ahorros, ofreciendo una rentabilidad aceptable a mediano plazo con la garantía colateral de las propiedades. • Destacarse como vendedor de viviendas usadas de alta calidad respecto al precio. • Modalidad (compra a descuento) que cuenta con nula competencia de grandes jugadores del mercado. Sólo se halla competida por un sector informal “la liga” | <ul style="list-style-type: none"> • El mercado inmobiliario es uno de los sectores más ligados a los vaivenes de la economía. • Cambios en la política económica pueden cambiar el entorno favorable del proyecto. • Cambios en la legislación inmobiliaria, de fideicomiso e impositiva pueden requerir adaptaciones del proyecto y hacerlo menos rentable, o no rentable. • Influencia negativa de la situación de seguridad actual sobre el valor de mercado de los inmuebles, particularmente de casas de alta calidad en el Gran Buenos Aires. |
|--|--|

Detalle de las inversiones

	año 0	año 1	año 2	TOTAL
Inversión en Oficina	56	19	19	94
Inversión en B. De Uso	1.959	1.947	947	4.852
Capital de Trabajo	5.176	2.412	1.638	9.225
TOTAL	7.190	4.378	2.603	14.171

detalle en miles de Dólares

Ilustración 5: Detalle de las inversiones

A partir de la inversión inicial en las oficinas, se necesitan 3 meses para el reclutamiento de los empleados. Transcurrido dicho lapso el Fondo puede comenzar a operar.

TÍTULO II Proyección y Evaluación

Identificación de Variables Clave

A los fines de poder realizar una evaluación que comprenda de forma adecuada las particularidades del negocio y del entorno en el cual se desempeña, resulta fundamental realizar una identificación de las variables clave del modelo. En primer término determinaremos aquellas variables que afecten los ingresos o egresos del negocio, para después identificar factores de la macroeconomía que podrían influir en su desempeño.

La principal variable en orden de importancia, al determinar la rentabilidad sobre el capital invertido, son los **días de giro de los bienes de cambio**. Se prevé que un porcentaje de las viviendas compradas oportunísticamente, sean por remate o a descuento, quedará inmovilizado un tiempo, hasta su refacción o hasta que se pueda realizar la venta a valor de mercado. Si bien esta variable depende de la liquidez del mercado, existe un alto control de la variable por parte de la gerencia que puede optar por alquilar las viviendas inmovilizadas, en una jugada defensiva, o salir agresivamente, con menor margen, a venderlas. En régimen, se estima que la política será de plazo promedio de 180 días para las viviendas que se destinan directamente a la venta (bienes de cambio) y de 2 años y medio para las viviendas que se alquilen por no haber sido vendidas en plazos razonables (bienes de uso). Se estima que se alquilará el 20% del total de viviendas que se compren, por no poder venderlas a los 180 días promedio.

Otro conjunto de variables clave, son las que definen la política de **financiamiento de las ventas**. En particular, el **porcentaje de la venta que se hace en “cash”, y la tasa que se cobrará por el monto financiado**

son la segunda y quinta variables en orden de importancia. Esto se debe a dos factores:

- a) Con venta financiada, se obtienen precios de venta, en promedio, 10% superiores a los que se obtienen al vender en "cash". Esto se debe a la escasa liquidez del mercado y el nulo acceso de los individuos al crédito. A partir del año cinco, en el cual se espera una estabilización en el mercado de créditos y el reingreso masivo de los bancos a la financiación hipotecaria, este sobreprecio se estima se reducirá en un 1% anual hasta llegar ser 5% superior al precio de venta "cash". Este valor de sobreprecio es un piso, el cual el cliente estuvo dispuesto a pagar para acceder al crédito, aún en la mejor época del "boom" crediticio de los '90.
- b) Se financia a un promedio de 3 años, con cuotas mensuales sistema francés de una tasa variable calculada como el promedio de BODEN + 7%. Esto se halla en línea con las actuales tasas de financiación de préstamos hipotecarios a 5 años, aún cuando por las condiciones que imponen los bancos para el acceso a dichos préstamos, haya muy pocas personas que califiquen. En el marco de una estabilización del mercado de prestamos con el tiempo, se considera un baja del 1% en la sobretasa en el año uno y una baja continua del 0,5% anual a partir del año cinco. Se estima que esta sobretasa se va a estabilizar en un 3,5% a partir del año nueve.

La política de la gerencia será que el 80% de la venta se hará en Cash y el 20% financiado. Un aumento en el porcentaje de la venta que se hace financiada, lleva a una mejor rentabilidad. Dadas las características de la demanda y la ausencia de crédito, se estima que se podría financiar hasta un 100% de las ventas. Pero, a su vez, esta estrategia trae un riesgo adicional, por la incobrabilidad potencial de los créditos y la distracción de recursos financieros y humanos en la administración de un negocio que es secundario al proyecto. No se piensa en aumentar el rendimiento del fondo con este medio, sino utilizar el financiamiento de las ventas como una herramienta de estímulo de la demanda en ciclos de baja.

Como la política de financiamiento de las ventas depende de la gerencia del fondo, se trata de una variable endógena, excepto la tasa, la cual es fijada por el mercado.

De acuerdo a las elasticidades halladas en la confección del árbol de rentabilidad del negocio, la tercera variable en orden de impacto en resultados es el **descuento** que se obtiene sobre el precio de mercado en el momento de la compra en remate. Este depende de la puja en el mismo. El descuento por remate, de inicio para el proyecto, se determinó mediante un relevamiento de datos de mercado⁶. Sobre una base de 200 remates en el año 2003, se observó un descuento promedio del 30% entre el valor de mercado y el precio de venta al que se arribó en la puja. Este hallazgo coincide también con artículos publicados en los diarios⁷. Según estos artículos, diez años atrás, el descuento que se podía obtener en remates era del 40%. En el proyecto se considerará una baja del 1% anual

⁶ Se tuvo acceso a 200 casos rematados durante 2003, se reserva la fuente, por el valor estratégico de esta información.

⁷ Clasificados La Nación, sábado 11 de Octubre

en el descuento hasta llegar a un descuento piso del 20%. A partir de ese descuento sería conveniente para el proyecto comprar todas las propiedades en compra directa. Por más que la gerencia del fondo pueda determinar la política de descuento mínimo para efectuar una compra, en última instancia la posibilidad de poder realizar compras a dicho descuento, depende de factores que son exógenos al proyecto.

En cuarto lugar en importancia, según el árbol de rentabilidad, se encuentra **la superficie promedio de las viviendas**, que se analiza en este párrafo en conjunto con el **valor del metro cuadrado**, que aparece en décimo lugar. En la valuación del proyecto, estas dos variables juntas tienen un gran impacto y definen el precio unitario de cada vivienda adquirida o vendida:

- a) El precio promedio del Metro cuadrado, viene definido por el mercado. Se hicieron regresiones del precio promedio del metro cuadrado contra varias variables macroeconómicas como tipo de cambio, PBI, índice de precios al consumidor, índice de precios mayoristas, índice de la construcción, etc. Las variables fueron tomadas tanto solas como combinadas. La variable que mejor explica los cambios en el precio por metro cuadrado, expresado en dólares, es el tipo de cambio real, con un R² de 85% La ecuación de variación viene dada por:

$$y = 993,05 * TCR^{-0,9217}$$

con: y = precio por metro cuadrado en dólares
TCR = tipo de cambio real = tipo de cambio nominal * PPI de los EE.UU / IPC de la Argentina

Como ya se enunció anteriormente, el Fondo se dedicará a la compra y posterior venta de viviendas orientadas a la renta medio- alta, de manera que el precio promedio de los bienes comprados por el fondo se encontrará un 20% por encima del precio promedio del mercado. Se analizó la correlación entre el precio por metro cuadrado de unidades nuevas y unidades usadas. El coeficiente de correlación múltiple entre los dos es de 0.97, es decir, cuando aumenta el precio de las viviendas nuevas, también aumenta el precio de las viviendas usadas.

- b) Para la superficie de las viviendas se considera un promedio de 150 metros cuadrados por unidad. Este valor surge de estadísticas sobre el mercado inmobiliario en todo el país. Se consideraron casas con 4 y más ambientes y departamentos de 3 y más ambientes. El tamaño promedio de dicho tipo de viviendas es de 100 metros cuadrados. El Fondo invertirá en un segmento de mercado superior, con viviendas que promedien un tamaño mayor a las de mercado. La superficie de las viviendas usadas, es un dato del mercado, quedando a criterio de la gerencia la selección del tipo de vivienda a adquirir. Por esto se considera endógena. Para que la variable cambie significativamente, se necesitan períodos largos con “boom” de la construcción y estándares diferentes a los actuales. Dada la baja probabilidad de ocurrencia de lo descrito, se considerará constante a lo largo del proyecto.

Otra variable que se consideró en los análisis del proyecto es la **cantidad de viviendas compradas**. Se estima una cantidad de 150 unidades por año. Esta variable es endógena, y depende exclusivamente del monto de inversiones con el que se cuente, así como de las oportunidades de compra que se quieran aprovechar. Esta variable, luego de transcurrido el plazo necesario para la venta, se transforma en la cantidad de viviendas que el fondo venderá. Se realizaron análisis de sensibilidad sobre esta variable, y pasado un punto mínimo de 75 viviendas de flujo (punto de inflexión), la misma se transforma en una variable de menor sensibilidad que las anteriormente descritas

En resumen, las variables críticas que serán incorporadas en la formación de los distintos escenarios son las siguientes:

- Días de giro bienes de cambio
- Porcentaje vendido en Cash
- Descuento en remate
- Superficie promedio por vivienda
- Tasa de financiamiento de la venta (en particular, la sobretasa)
- Porcentaje de viviendas adquiridas en remate.
- Alícuota de impuesto a las ganancias
- Descuento compra oportunística o en oferta
- Porcentaje de viviendas (del total comprado) a alquilar
- Valor promedio del metro cuadrado

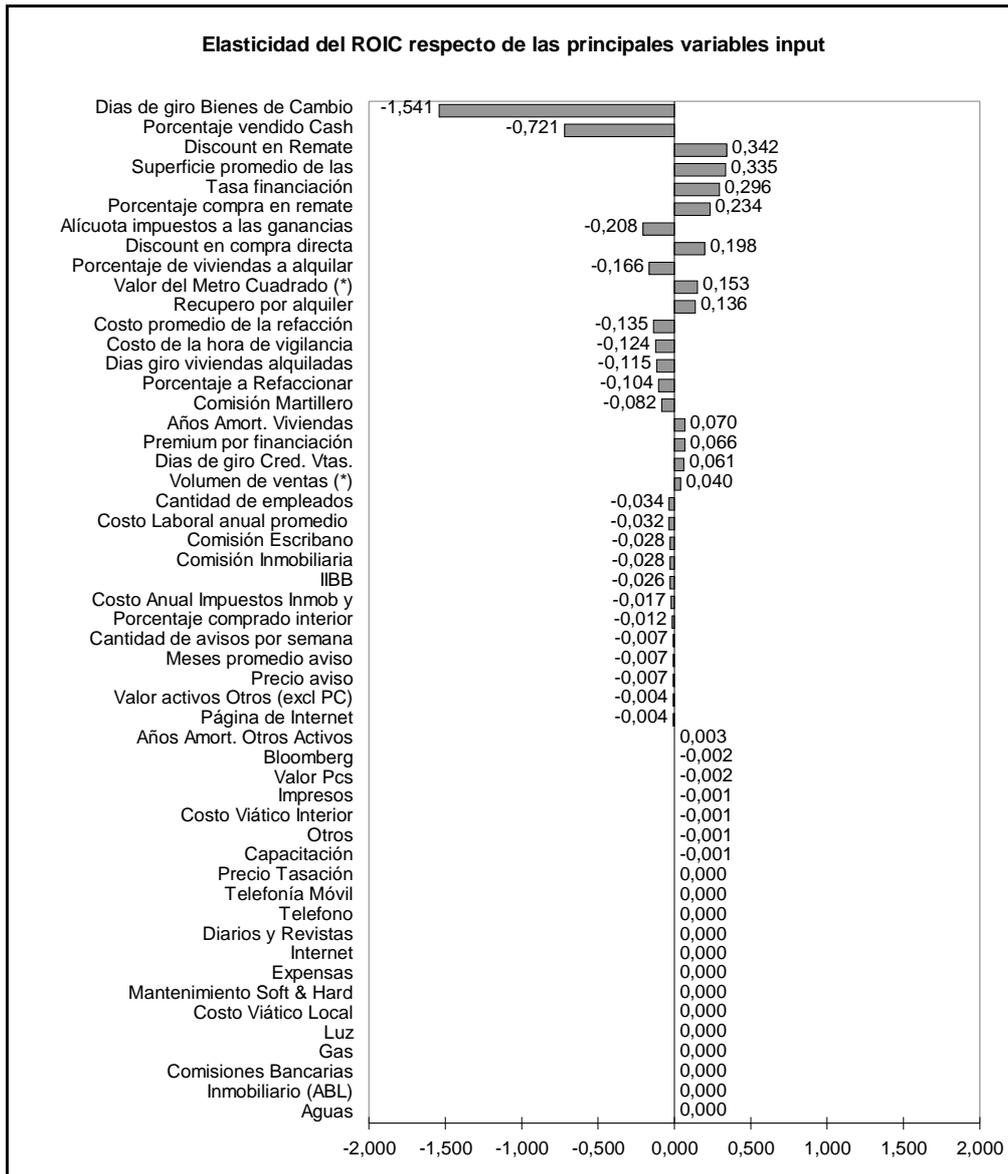


Ilustración 6: Sensibilidad de la rentabilidad sobre activos del proyecto a cada variable input. Ordenadas de la de mayor impacto a la de menor impacto.

Por último, se incorpora a continuación una breve descripción de las principales características de los escenarios macroeconómicos en los que se evalúan las variables antes mencionadas:

- **Escenario “Apreciación TCR”**

Se estableció para este caso una probabilidad de ocurrencia del 25%. A lo largo de este escenario, el tipo de cambio nominal se incrementa hasta llegar a 3,97 AR\$/U\$. El IPC, medido en U\$, aumenta considerablemente mientras que los salarios y el IPM medido en U\$, tienen una menor tasa de crecimiento. La tasa de los BODEN a 10 años se mantiene casi constante, bajando un poco hasta alcanzar un 9% en el año 15. En este escenario el proyecto va a mostrar un mayor valor que en los restantes escenarios, por la evolución favorable del tipo de cambio real (expresado como menos Pesos necesarios para consumir el equivalente

de 1 Dólar) que impacta en una apreciación del precio por Metro Cuadrado.

- **Escenario “Modelo Exitoso”**

La probabilidad de ocurrencia asignada a este caso es del 60%. A lo largo de este escenario, el tipo de cambio nominal va aumentando hasta llegar a 3,97 AR\$/U\$. El IPC, medido en U\$, aumenta menos que en el escenario anterior, mientras que el IPM medido en U\$, aumenta a un ritmo un tanto mayor. La tasa de los BODEN a 10 años se incrementa en un principio para converger al 7% en el año 15. Aunque este escenario, con una inflación medida en Pesos menor que en el escenario anterior, es más favorable para la economía argentina en términos de la industria exportadora y la producción; es el más desfavorable para el proyecto, dado que el tipo de cambio real permanece alto y por lo tanto no hay una considerable apreciación del precio por metro cuadrado.

- **Escenario “Turbulencia Cambiaria”**

Se establece en este supuesto una probabilidad de ocurrencia del 15%. Bajo este escenario, el tipo de cambio nominal incrementa constantemente para llegar a 5 AR\$/U\$. La tasa de los BODEN a 10 años se incrementa considerablemente en el primer año, llegando al 19%, para después bajar hasta llegar a un nivel del 9,8% en el año 15. Los precios en U\$ aumentan más que en los escenarios anteriores. La evolución del tipo de cambio y de los precios hacen de este escenario un caso más rentable que el anterior.

Proyecciones

Escenario Base

El “Escenario Base” es el escenario que mayor probabilidad de ocurrencia tiene: El “Modelo Exitoso”. Bajo este supuesto, al cual se asigna una probabilidad de ocurrencia del 60%, el valor actual ajustado del Proyecto es de 0,55 Millones de U\$, que surgen de un valor actual negativo de 2,37 Millones de U\$ y un escudo fiscal de 2,92 Millones de U\$. Por otro lado, el Proyecto posee una tasa interna de retorno del 7,8% y una TIR modificada del 9,1%.

En este escenario, el precio promedio por metro cuadrado de las viviendas consideradas por el proyecto va aumentando desde 563 U\$ a 634 U\$ en el año 15, por la evolución favorable del tipo de cambio real de AR\$/U\$, que va bajando a lo largo del tiempo. Esto implica que además del margen entre el precio de compra y el precio de venta, dado por la compra a descuento, se puede aprovechar del aumento en los precios por metro cuadrado.

Se analizó de qué manera se verían afectados estos resultados si dentro del escenario macroeconómico base se presentaran distintos escenarios para las variables micro antes descritas. Considerando que la superficie promedio de las viviendas es un dato de mercado y que el precio promedio por metro cuadrado esta fuertemente explicado por las evoluciones macroeconómicas del modelo, el análisis de sensibilidad micro se realizó sobre los días de giro bienes de cambio y el porcentaje de la venta “cash”.

En el caso de los días de giro bienes de cambio, se proyectaron unos 180 días como valor esperado. Se consideraron dos opciones optimistas, que serían 150 y 90 días. Se consideraron dos opciones pesimistas con la posibilidad de un aumento en los días de giro a 210 y 240.

Con respecto al porcentaje de venta en cash que se prevé en un 80% de la venta, se consideró que si la venta financiada se hace a clientes en excelente situación crediticia, se podría hacer un 75% o incluso sólo un 70% de la venta “cash”, financiando el 30%. Para las opciones pesimistas se consideraron el 85% y el 90% en cash.

Incorporando los distintos valores mencionados, podemos observar que la mayor destrucción de valor que podría afrontar el negocio dentro del escenario base ascendería a 5 Millones de U\$\$, en tanto que el límite superior de creación de valor sería de 8,4 Millones de U\$\$.

		Porcentaje de Venta Cash					
		90%	85%	80%	75%	70%	80%
Días de Giro Bienes de Cambio	555						
	240	-5.000	-4.738	-4.477	-4.216	-3.954	-4.477
	210	-2.561	-2.292	-2.022	-1.753	-1.483	-2.022
	180	-123	155	432	710	987	432
	150	2.315	2.601	2.887	3.173	3.458	2.887
	90	7.192	7.494	7.796	8.098	8.400	7.796
	179	-1	277	555	833	1.111	555
	Valor Máximo	8.400	Valor Mínimo			-5.000	

Ilustración 7: Análisis de variaciones en los Días de Giro Bienes de Cambio y el Porcentaje de Venta “Cash” bajo el escenario del Caso Base: “Modelo Exitoso”

Escenario Optimista

El escenario optimista, que se ha incorporado a la evaluación del proyecto, es el supuesto “Apreciación del TCR”, al cuál se asignó una probabilidad de ocurrencia del 25%. Bajo este entorno favorable, el valor actual ajustado del proyecto asciende a 1,33 Millones de U\$\$, que surge de un valor actual negativo de 1,36 Millones de U\$\$ y un escudo fiscal de

2,69 Millones de U\$. Además el proyecto obtendría una tasa interna de retorno del 9,2% y una TIR modificada del 9,9%.

Este escenario lleva a un incremento del precio de las viviendas a 684 U\$ por metro cuadrado, mayor que en el caso base.

En este caso también se evaluó lo que podría suceder con el proyecto si se considera la ocurrencia del escenario optimista a nivel macroeconómico, incorporando distintos valores “micro” para las variables días de giro bienes de cambio y porcentaje de venta “cash”. Bajo estas condiciones la mayor pérdida de valor sería de 4,44 Millones de U\$, mientras que la mayor ganancia de valor sería de 9,54 Millones de U\$.

		Porcentaje de Venta Cash					
		90%	85%	80%	75%	70%	80%
Días de Giro Bienes de Cambio	1.333						
	240	-4.438	-4.219	-4.000	-3.781	-3.562	-4.000
	210	-1.854	-1.626	-1.398	-1.170	-943	-1.398
	180	729	966	1.203	1.440	1.677	1.203
	150	3.313	3.559	3.805	4.051	4.296	3.805
	90	8.480	8.744	9.008	9.272	9.535	9.008
	179	858	1.096	1.333	1.571	1.808	1.333
Valor Máximo	9.535	Valor Mínimo			-4.438		

Ilustración 8: Análisis de variaciones en los Días de Giro Bienes de Cambio y el Porcentaje de Venta “Cash” bajo el escenario del Caso Optimista: “Apreciación TCR”

Escenario Pesimista

Para analizar el potencial de destrucción de valor que podría sufrir el modelo, también se incorporó la posibilidad de un escenario pesimista. Si bien éste tendría un impacto negativo sobre la situación económica argentina en general, este supuesto resulta más favorable para el Proyecto que el caso base, aunque menos favorable que el caso optimista.

Bajo este escenario, el proyecto tendría un valor actual ajustado de 1,06 Millones de U\$, que surgen de un valor actual negativo de 1,52 Millones de U\$ y un escudo fiscal de 2,58 Millón de U\$. Además el Proyecto tendría una tasa interna de retorno del 8,9% y una TIR modificada del 9,7%.

Este escenario lleva a un incremento del precio de las viviendas a 615 U\$ por metro cuadrado, menor que en los otros dos escenarios. El mayor valor del proyecto en este escenario que en el caso base viene dado por mayores tasas a las que se financian las ventas y por una erosión en los costos fijos asociados a la operación de la empresa.

En este último escenario también se incorporó la evaluación de distintos escenarios “micro” para las variables clave. Analizando evoluciones posibles en las variables días de giro bienes de cambio y porcentaje de venta en “cash”, el valor ajustado del proyecto puede variar entre una pérdida de 4,45 Millones de U\$\$ y una ganancia de 8,54 Millones de U\$\$.

		Porcentaje de Venta Cash					
		90%	85%	80%	75%	70%	80%
Días de Giro Bienes de Cambio	1.064						
	240	-4.451	-4.086	-3.720	-3.355	-2.989	-3.720
	210	-2.122	-1.749	-1.377	-1.004	-658	-1.377
	180	208	588	949	1.295	1.641	949
	150	2.526	2.880	3.233	3.586	3.940	3.233
	90	7.063	7.432	7.800	8.169	8.538	7.800
	179	324	704	1.064	1.410	1.756	1.064
Valor Máximo	8.538	Valor Mínimo			-4.451		

Ilustración 9: Análisis de variaciones en los Días de Giro Bienes de Cambio y de Porcentaje de Venta “Cash” bajo el escenario del Caso Pesimista: “Turbulencias Cambiarias”

Si bien en este escenario el proyecto arroja mejor resultado que en el caso base, también, la probabilidad de obtener dicho “cash flow” es menor. Es decir, este escenario posee mayor riesgo de que el negocio no genere el resultado que el modelo proyecta. Esto se debe a la acción de una suma de variables no consideradas en el modelo (ejemplo: liquidez de mercado y salario real), las cuales por separado tienen poco peso, pero si se mueven juntas en forma desfavorable pueden erosionar el resultado.

Resumen

El valor actual neto esperado del proyecto que resulta de la evaluación de todas las combinaciones de escenarios “macro” y escenarios “micro” de variables clave es de 0,83 Millones de U\$\$.

VALOR ESPERADO DEL PROYECTO

	1. Escenario "Apreciación TCR"	2. Escenario "Modelo Exitoso"	3. Escenario "Turbulencia Cambiaria"	Valor
Probabilidad	25%	60%	15%	100%
	1	2	3	
	1.333	555	1.064	826
Descuento en Remate				30%
Porcentaje de Venta Cash				80%

Ilustración 10: Valor Esperado del Proyecto

Identificación de Opciones Reales

Por el tipo de proyecto, no se han detectado opciones reales. No existe exclusividad en ninguno de los aspectos que hacen al valor de este negocio y el proyecto es fácilmente replicable, si la competencia cuenta con los fondos requeridos (principal barrera de entrada).

Una posibilidad de evolución en el tiempo sería entrar en el negocio de la construcción, sin embargo, dicha evolución no se considera como opción real atribuible a este proyecto ya que se podría ingresar a dicho negocio sin haber previamente invertido en este negocio.

Titulo III Informe Final

Análisis de Sensibilidad y Riesgo

Se ha evaluado la sensibilidad del valor actual neto del proyecto ante la variación de las diferentes variables clave

En primer lugar se cuantificó el impacto que tienen los **Días de Giro de Bienes de Cambio**. El valor esperado de esta variable es de 179 días. Se observa que si las viviendas permanecen en el activo del fideicomiso más de 190 días en promedio, el proyecto deja de ser viable. Esto podría ocurrir con una probabilidad del 30%, en particular si la demanda de viviendas no repunta, si la liquidez no retorna al mercado inmobiliario o si el salario real no aumenta. En conclusión, existe un **alto riesgo** debido a esta variable **de que el proyecto no sea rentable**. En la siguiente ilustración se puede apreciar el amplio rango de la variación en el valor actual neto del proyecto frente a esta variable.

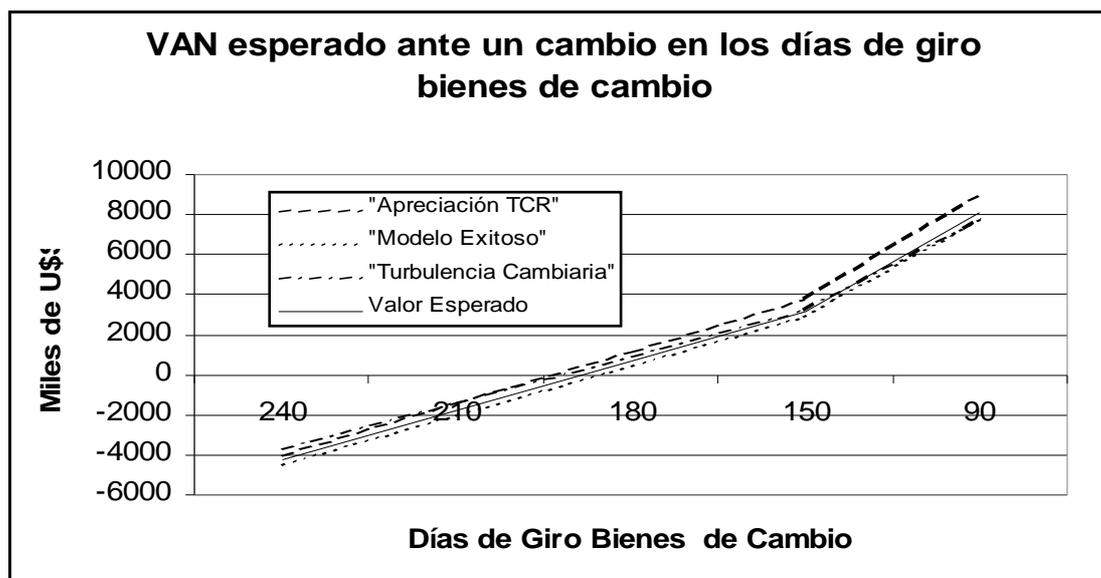


Ilustración 11: Variación en el VAN del proyecto ante cambios en los días de giro bienes de cambio (Gráfico)

	"Apreciación TCR"	"Modelo Exitoso"	"Turbulencia Cambiaria"	Valor Esperado
	1.064	60%	15%	100%
Días de Giro Bienes de Cambio	240	-4.000	-4.477	-3.720
	210	-1.398	-2.022	-1.377
	180	1.203	432	949
	150	3.805	2.887	3.233
	90	9.008	7.796	7.800
	179	1.333	555	1.064
Porcentaje de Venta Cash				80%

Máximo Valor de la Tabla

9.008

Mínimo Valor de la Tabla

-4.477

Ilustración 12: VAN esperado ante variaciones en los días de giro bienes de cambio bajo los tres escenarios macroeconómicos (Tabla)

En segundo lugar se efectuó el análisis de valor actual neto del proyecto contra la variable **Porcentaje de Venta Cash**. Se evidencia una relación inversa entre el VAN y la variable. A mayor venta cash, menor valor actual neto. Si el fideicomiso vendiera más del 95% de las ventas en cash, el proyecto dejaría de ser viable. Las razones de esto fueron explicadas anteriormente en el Título II – Identificación de las variables clave. Esta variable está bajo el absoluto control del “management”, y lo más probable es que el mercado prefiera que la mayor parte de las ventas se financien, llevando el valor de la variable, de no existir intervención del “management”, a un 10%. Es de hacer notar, que el “management” preferirá mantener los valores entre un 70% y 80% para no incurrir en los riesgos adicionales referentes al negocio de préstamos hipotecarios. De lo contrario la beta del negocio cambiaría y se le requeriría un mayor rendimiento a la inversión. Se concluye que hay un **bajo riesgo**,

(probabilidad menor al 1%) de que el proyecto resulte no viable debido a esta variable

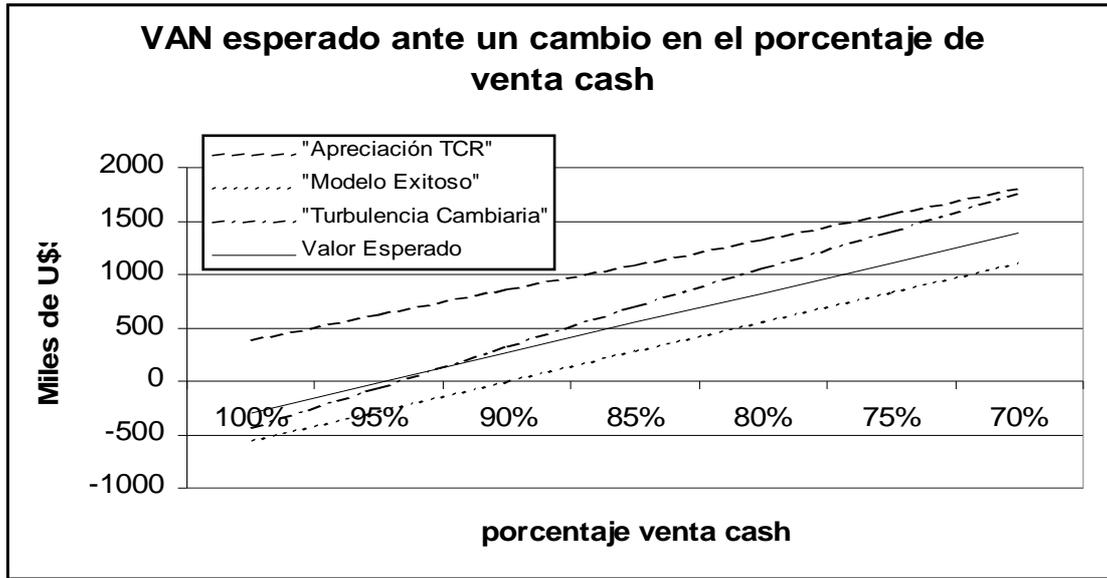


Ilustración 13: Variación en el VAN del proyecto ante cambios en el porcentaje de venta “cash” (Gráfico)

	"Apreciación TCR"	"Modelo Exitoso"	"Turbulencia Cambiaria"	Valor Esperado
	1.064	25%	60%	100%
Porcentaje de Venta "Cash"	90%	858	-1	324
	85%	1.096	277	704
	80%	1.333	555	1.064
	75%	1.571	833	1.410
	70%	1.808	1.111	1.756
	80%	1.333	555	1.064
Días de Giro Bienes de Cambio			179	

Máximo Valor de la Tabla 1.808
Mínimo Valor de la Tabla -1

Ilustración 14: VAN esperado ante variaciones en el porcentaje de venta “cash” bajo los tres escenarios macroeconómicos (Tabla)

En tercer lugar se analizó la sensibilidad del valor actual del proyecto al **porcentaje de descuento** que se obtendría en remates sobre el precio de mercado de las propiedades. Esta variable se supone decreciente en el tiempo a un ritmo que ha sido explicado en el Título II –Identificación de Variables Clave. Si el ritmo de reducción de este descuento se acelerara en un 8% por sobre el ritmo esperado de reducción, es decir, el descuento al principio de la vida del proyecto comenzara en 27,6% en vez de 30%, el proyecto dejaría de ser viable. Las probabilidades de que esto ocurra son cercanas a un 30%. En particular, si la compra en remate deja de ser algo “sólo para entendidos” y la asistencia de público a los mismos se masifica, sumado a que otras empresas / asociaciones comiencen a realizar el mismo tipo de negocio, el proyecto dejaría de ser viable.

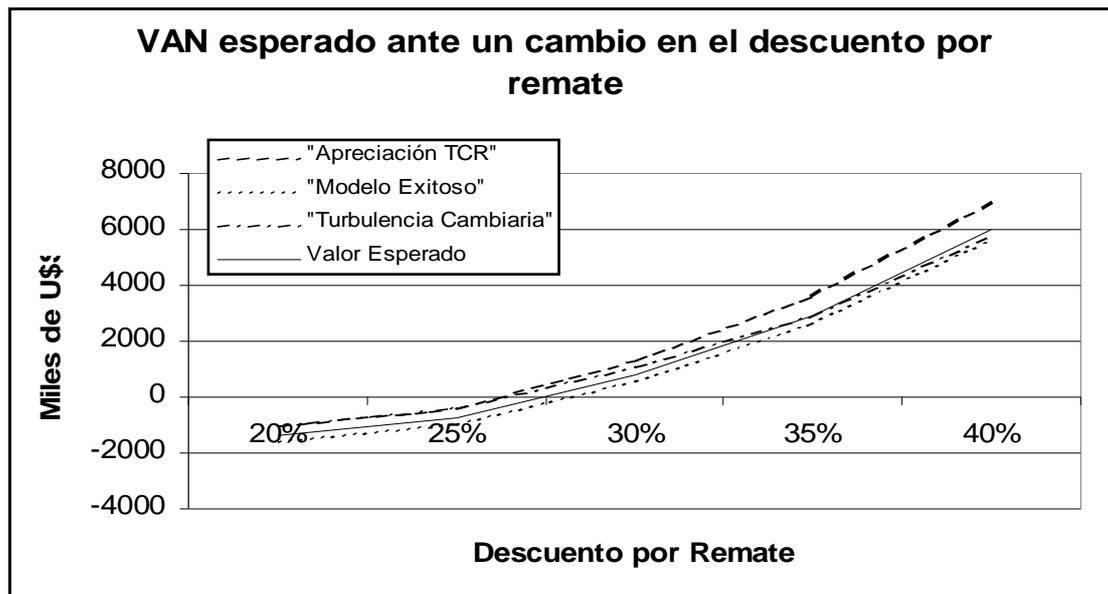


Ilustración 15: Variación en el VAN del proyecto ante cambios en el descuento por remate. valores del año inicial (Gráfico)

Por último, se ha analizado la sensibilidad del proyecto a distintos valores de la **tasa de descuento**. Como es de esperar en proyectos de estas características (altas inversiones iniciales hundidas durante varios años hasta su repago), el resultado del proyecto es altamente dependiente de la tasa a la cual se descuentan los flujos esperados y disminuye a medida que ésta se incrementa. La tasa de descuento utilizada, cuya estimación será explicada en un apartado posterior, es del 11,10%. Bajo dicha tasa, el proyecto arroja un Valor Actual Neto esperado de 825,7 miles de Dólares. Como se puede observar en la ilustración, el proyecto es viable aún con una tasa de descuento, aumentada en un 9% respecto a la tasa utilizada, es decir una tasa de descuento del 12,10% correspondiente a niveles de riesgo mucho mayores a las que se le exigirían a este tipo de proyectos.

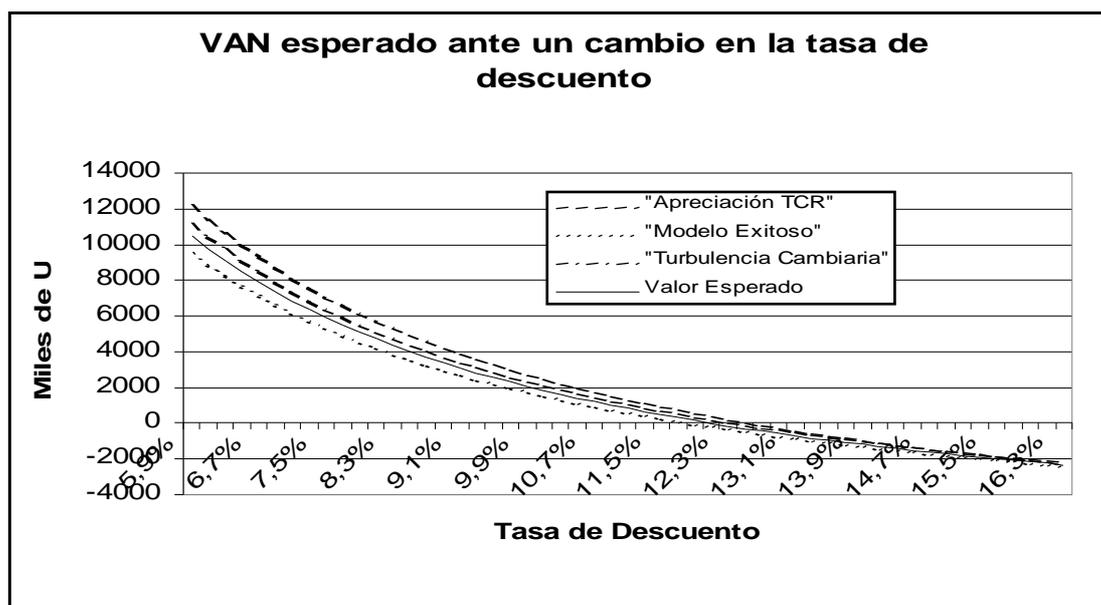


Ilustración 16: Variación del VAN del proyecto ante cambios en la tasa de descuento (Gráfico)

Determinación del “leverage” financiero teórico y financiamiento

Dada la estructura del fideicomiso, ante el evento de una cesación en los pagos de los certificados de deuda, automáticamente se transferiría el dominio del fideicomiso y por ende de las propiedades en él activadas a los tenedores de deuda. La alta velocidad de liquidación y la regularidad de los flujos de fondos, aún en diferentes escenarios “macro”, señalan que el negocio es de bajo riesgo “sistémico” de default.

En consecuencia el grado de apalancamiento que poseen las empresas de la industria es elevado. Se considera que el proyecto podría soportar un financiamiento de un 60% de la inversión inicial. Fideicomisos comparables (REITs⁸) en los Estados Unidos poseen un “leverage” promedio de 2.0 (Deuda / Patrimonio), aún cuando el negocio está desgravado y por lo tanto la deuda no genera un beneficio por “Tax Shield”. En consecuencia, para el proyecto bajo análisis, la participación de fuentes de financiamiento ascendería a 4,3 Millones de Dólares en el año 0, con posteriores aportes menores para financiar el incremento en capital de trabajo.

Como se mencionó en la descripción del proyecto, se emitirán dos certificados de deuda respaldados por los activos del fideicomiso. Ambos serán instrumentos en Dólares a cinco años a tasa variable con pagos semestral de intereses y amortización en un pago único al final del plazo. El primer bono “senior” pagará un cupón inicial “float - all in” de 8% (Boden – 3%) y se emitirán 4 Millones de Dólares. El bono “junior” poseerá la misma estructura, con un cupón inicial de 12,5% (Boden + 1,5%) y se emitirán 3.2 Millones. Para no incurrir en costos de emisión adicionales, se emitirá toda la deuda necesaria para el proyecto el primer

⁸ Real Estate Investment Trusts

año, y se mantendrá el excedente en el activo del fideicomiso, saliendo a vender los bonos necesarios al mercado cuando se necesite fondeo. El primer año se colocarán 4.3 millones, según el mix de “senior” y “junior” propuesto. El segundo año se venderán 1.9 millones de los que se guardaban en el activo y el tercer año, se venderá el restante millón. Al cabo del quinto año se hará una segunda emisión, y así se volvería a iniciar la cadena de financiamiento.

El “target” del fideicomiso será mantener una relación D/E de 1.5, lo que proveerá un “tax shield” (en la Argentina este tipo de actividad no está desgravada, como lo está en EEUU), que en definitiva es lo que hace viable al proyecto, en los valores esperados proyectados.

Estos bonos se estructurarán de forma que se puedan colocar en mercados del exterior del país para los cuales los montos emitidos son ínfimos, y poseen, debido a los aforos, una mejor relación de riesgo – retorno que los locales.

El resto del proyecto se financiará con certificados de participación en el fideicomiso (acciones) que se venderán a través de la bolsa y a socios estratégicos que quieran ingresar en el negocio. Este último aspecto no es menor, ya que la colocación de deuda antes mencionada será factible sólo si se cuenta con la presencia, en el “board” de un socio con “nombre” reconocido mundialmente en este tipo de negocios. De esta manera se superaría la principal barrera de entrada.

Determinación del Costo de Capital

La tasa de descuento mide el costo de oportunidad de realizar el proyecto, teniendo en cuenta el riesgo del mismo.

A los efectos de la valuación se aplicó el enfoque del APV (Valor Presente Ajustado) determinando el valor del proyecto como si fuera financiado enteramente con capital propio y al valor así obtenido se le adiciona el valor derivado de la financiación utilizada (como consecuencia del ahorro fiscal o “tax shield”). En consecuencia, la tasa de descuento utilizada considera el costo de oportunidad del capital propio y ha sido calculada según el modelo de equilibrio de activos financieros (CAPM).

A la metodología del CAPM se le introdujeron algunos ajustes para reflejar el riesgo adicional de radicar el proyecto en un mercado emergente⁹.

Como rendimiento libre de riesgo hemos considerado la tasa nominal de un bono BODEN en dólares al más largo plazo emitido (10 años), que es el que más se asemeja los bonos Brady (hoy en default o ya cancelados) del 11,0%.

⁹ Ver paper de Credit Swiss First Boston, “The Cost of Equity in Latin America” – Ver anexo.

Para calcular la Beta de la empresa¹⁰, se calculo una Beta “unlevered” promedio estimada de 0.0304 que es la que surge de una muestra de 24 fideicomisos de activos inmobiliarios, de Estados Unidos y Canadá, dedicados al mismo segmento de negocio, es decir la compra de viviendas familiares a descuento, refacción y posterior venta o alquiler de las mismas. Por otro lado, la prima de riesgo de Estados Unidos, estimada en 5,50%, ha sido ajustada por la relación de volatilidad entre el mercado local y el mercado norteamericano, obteniendo así una prima de riesgo corregida del 11,4%.

De esta manera se ha obtenido una tasa de descuento para el proyecto del 11,1%.

Renta permanente o valor final

Para estimar el valor final o renta permanente del proyecto, se ha realizado una estimación “ad-hoc” de los flujos de Caja del negocio netos de inversiones de sostenimiento expresadas en base anual. Esta estimación fue estimada bajo el escenario macroeconómico de mayor probabilidad de ocurrencia en cada uno de los escenarios micro (base, optimista y pesimista) a efectos de incorporar el impacto sobre el valor terminal del negocio de aquellas inversiones que serían necesarias a partir del año 16 para el sostenimiento del funcionamiento del mismo. Asimismo se ha supuesto que la tasa de reinversión será de 0% ya que las ganancias son repartidas en su totalidad a los accionistas. De acuerdo a esta estimación, al cabo del año 15 el free cash flow esperado se estabilizaría en alrededor de 1 millón de dólares, considerando una tasa conservadora de crecimiento del negocio a largo plazo del 0.8%. Téngase en cuenta que en dicho momento el precio promedio por metro cuadrado habrá alcanzado los 635 U\$. Con estos datos se obtiene un valor final o renta permanente esperada de 9.9 Millones de Dólares.

Conclusiones y recomendaciones

Como se vio en el desarrollo, el valor del proyecto está fuertemente ligado a la evolución del precio por metro cuadrado en dólares. Este precio, cercano en estos días a su mínimo histórico, no llegará en el corto – mediano plazo, según los escenarios proyectados, a su valor promedio. La baja recuperación del “salario real” y el escaso acceso al crédito mantendrían la variable en niveles de un atractivo relativo.

El riesgo del proyecto es bajo, esto se evidencia en un valor presente promedio esperado de 825,7 Miles de Dólares con un desvío estándar de 342 Miles de Dólares. Es decir que debido al desarrollo Macroeconómico esperado, el proyecto arrojará un valor actual neto entre –200 Mil dólares y 1.8 Millones, con un 90% de probabilidad. Esto a su vez se observa en la beta = 0.030. Este nivel de riesgo se debe a la estructura del proyecto bajo la forma de un fideicomiso y a la estabilidad de los flujos de fondos, que se evidencia en todos los escenarios proyectados. En consecuencia el

¹⁰ Ver anexo, cálculo de la Beta.

retorno esperado de estos proyectos, en todas partes del mundo, es cercano (y a veces menor) a la tasa libre de riesgo local. Este proyecto localizado en Argentina no es la excepción. Lamentablemente, las tasas a las que los inversores estarían dispuestos a invertir en el país, para compensar el riesgo sistémico e institucional Argentino, es de una magnitud que prácticamente hecha por tierra la generación de valor que presenta el proyecto.

El valor presente neto positivo que arroja el proyecto, viene dado por el “tax shield”. El valor del proyecto “unlevered” es negativo de 2.0 Millones. El “tax shield” agrega un valor de 2.8 Millones. El proyecto, con la estructura de financiamiento planteada posee un VAN positivo de 0.8 Millones de dólares. Esto pone en evidencia las razones por las que en Estados Unidos, los fideicomisos de activos inmobiliarios están desgravados y no tributan impuesto a las ganancias. Si este fuera el caso, es decir que este fideicomiso, no tuviese que tributar ganancias, el proyecto sería altamente rentable con valores de VAN “unlevered” de 3.6 Millones y TIR=15%. En este punto se centra también la acción de “La Liga” que es un grupo de personas que manejan negocios similares en la economía “informal”, o de diversos inversores que a muy baja escala se dedican a este mismo tipo de compra a descuento en remates y especulación a la suba de los precios. La “informalidad” les permite la evasión de impuestos lo que les proporciona un excelente retorno y por ende un negocio rentable.

La volatilidad del valor actual neto del proyecto asociada a la variable “días de giro de bienes de cambio”, que se relaciona directamente con el monto de viviendas compradas que están esperando para ser vendidas, introduce un alto riesgo en el proyecto. El valor esperado de esta variable es de 179 días, con un desvío estándar de 32 días. Es decir que existe un 30% de probabilidades de que el proyecto sea no rentable a causa de que los días de giro excedan los 190 días. Si bien esta variable tiene su correlato con la “macro”, puede que la imposibilidad de vender las propiedades o un enfriamiento temporal de las ventas, destruyan el valor que generaría el proyecto.

En conclusión, dadas las perspectivas actuales de mercado, evidenciadas en los diferentes escenarios “macro”, las dificultades de atraer capitales extranjeros a la Argentina a un costo razonable coherente con el nivel de riesgo, y al riesgo adicional que introducen las diversas variables “micro”; no recomendaríamos comenzar con el proyecto “greenfield”. Existen dos posibilidades de que el proyecto cree “valor”, y que merecerían posterior análisis:

1. Si se pretende realizar el proyecto “greenfield”, se debería volver a analizar el mismo luego de transcurrido un período y estabilizadas ciertas variables como la renegociación de la deuda externa, y el recupero del consumo. En función de la evolución de dichas variables, que hoy en día presentan los escenarios discutidos en el presente informe, podría llegar a confirmarse una evolución que sea más

- favorable para el proyecto que la de las perspectivas actuales. Llegado el caso, habría que comenzar la inversión en dicho momento
2. Se debería reanalizar la totalidad del proyecto, si en vez de ser “greenfield” el mismo fuese desarrollado por una empresa ya existente y con alguna relación con el negocio inmobiliario (Ej: IRSA o Consultatio). En dicho caso, existiría mitigación para una de las principales debilidades del proyecto “greenfield” que es la dificultad de levantar fondos para invertir en este negocio por falta de un nombre reconocido. Otra posible fuente de generación de valor, explotable por una empresa en marcha, pero no por el proyecto “greenfield”, es el aprovechamiento del permanente incremento del crédito fiscal que el proyecto posee debido a la erogación de IVA en casi todos los gastos sin percibir dicho impuesto en las ventas. Una empresa en marcha que posea débito fiscal podría consolidar las operaciones de este fideicomiso, y por lo tanto disminuir el capital de trabajo que el fideicomiso “greenfield” destina a un crédito permanente e incremental, no recuperable, que en el año 15 del proyecto asciende a 3.1 Millones de Dólares. En caso de poder ser compensado, el VAN del proyecto “unlevered”, en el escenario más desfavorable, ascendería a 0,7 Millones. A esto se le sumaría, el monto del débito fiscal que la empresa recuperaría existiendo, por lo tanto, una doble sinergia entre el proyecto y la empresa.